

Fevereiro/2014

Nesta carta do Opportunity Selection, aproveitaremos para fazer uma avaliação do desempenho do fundo em 2013, descrevendo os investimentos que tiveram contribuição de maior importância para o seu resultado, tanto do lado positivo como negativo.

No ano de 2013, o Opportunity Selection teve uma queda de 1,42% contra uma variação negativa de 15,5% do Ibovespa. O fundo superou novamente seu *benchmark* (Ibovespa), mas, apesar da grande diferença para o índice, não teve a performance positiva que gostaríamos.

O ano que passou continuou sendo marcado pela deterioração dos fundamentos da economia brasileira: crescimento baixo, inflação persistentemente alta e redução do superávit primário. A sustentabilidade da dívida brasileira passou inclusive a ser questionada nesse ano, em razão de uma expectativa de crescimento potencial menor e com a perda de credibilidade do governo na parte fiscal dados os piores números apresentados e os diversos truques contábeis adotados. Essa pior percepção do país, aliada ao começo do movimento de normalização de política monetária nos Estados Unidos e aos riscos de uma desaceleração da economia chinesa, contribuíram para a desvalorização do real frente ao dólar, assim como a elevação da curva de juros. No final do ano, os juros reais de títulos mais longos do Brasil já se encontravam novamente próximos aos patamares de 7% ao ano, revertendo todo o movimento de queda dos anos anteriores. A redução de juros ocorrida anteriormente tinha sido um importante suporte para as ações brasileiras, ajudando a elevar os múltiplos pagos pelos investidores dada a redução do custo de oportunidade. Agora, com juros mais altos, deve-se esperar pelo inverso, ou seja, uma compressão dos múltiplos das ações.

Dado esse cenário mais negativo e algumas idéias para posições vendidas, o fundo encerrou o ano com uma exposição líquida a ações inferior a 70%, bem mais baixa que o seu usual. A exposição bruta do fundo estava em 83%.

Os investimentos que apresentaram as maiores contribuições positivas ao longo do ano foram: BB Seguridade, Estácio, Qualicorp e a posição vendida em OGX. Por outro lado, os investimentos que contribuíram mais negativamente para o resultado do fundo foram: ALL e Vale.

BB Seguridade

BB Seguridade é uma subsidiária do Banco do Brasil e realizou sua abertura de capital (*IPO*) em abril de 2013, sendo a maior oferta pública de ações do ano. A empresa é responsável por todos os negócios de seguros vendidos pelo Banco do Brasil. Uma parte importante da nossa tese de investimento se baseava na grande capacidade da empresa em aumentar a penetração dos produtos de seguros na própria base de clientes do banco. Entretanto, ainda tínhamos dúvidas quanto à estrutura de incentivos dos gerentes do banco e à sustentabilidade do forte crescimento de vendas nos trimestres que antecederam o *IPO*. Nosso maior questionamento era se a expressiva venda apresentada não teria sido em função de algum incentivo pontual e temporário junto aos gerentes no período antes do *IPO*, e que, dessa forma, não refletisse de maneira adequada o nível sustentável de crescimento de vendas de seguros pela empresa.

Após extenso trabalho de pesquisa e análise junto aos concorrentes e gerentes de agências do Banco do Brasil, concluímos que a política de incentivos estava alinhada com o objetivo de crescimento e expansão dos negócios da BB Seguridade. Tal conclusão nos deu a convicção necessária para o investimento nas ações da seguradora.

Estácio

O setor de educação vem passando por diversas mudanças nos últimos anos, tanto por conta do incremento de subsídios governamentais quanto por mudanças tecnológicas que permitiram o avanço do ensino a distância no país. Uma das iniciativas do governo para incentivar o setor é o financiamento estudantil (FIES), com taxa de juros e prazo de pagamento muito atrativos. Para as instituições de ensino superior, o FIES gera diversos benefícios, como aumento da demanda por cursos de graduação, menor evasão de alunos, menos inadimplência e o potencial de aumento das mensalidades, em virtude da menor sensibilidade a preço dos alunos.

Além das mudanças para o setor como um todo, vemos alguns aspectos positivos específicos da Estácio. Em 2010, a empresa mudou os currículos com o objetivo de melhorar a rentabilidade dos cursos. Como este ajuste só foi feito para calouros, a captura completa dessas melhorias se dá quando todos os alunos do modelo antigo se formam, ou seja, em 2013-14. As mudanças implementadas fizeram com que o número médio de alunos por sala aumentasse e mais aulas fossem ministradas a distância, diluindo os custos de aluguel e professores, melhorando, assim, a margem da instituição.

Outro ponto interessante do *case* da Estácio é o cenário competitivo no seu principal mercado de atuação, o Rio de Janeiro. Duas das principais concorrentes da empresa vêm sofrendo problemas financeiros, culminando, inclusive, com seus descredenciamentos pelo MEC, o que tem favorecido a captação de alunos da Estácio no estado.

Ao longo do tempo, a empresa foi capaz de comprar pequenas instituições com rentabilidade baixa a um múltiplo razoável, e conseguiu, através da mudança da grade curricular da instituição para o sistema de ensino utilizado na Estácio, melhorar a margem dessas empresas. Porém, recentemente, pode-se observar uma expressiva valorização desses bons ativos no mercado privado com uma maior disputa por essas instituições de ensino, sugerindo, assim, um menor potencial de geração de valor através de aquisições de agora em diante.

Durante 2013, a empresa entregou um forte crescimento de captação de novos alunos e uma boa expansão de margem por causa dos fatores citados anteriormente, resultando em uma valorização das suas ações de 47% no ano. Depois dessa alta expressiva no preço da ação, vemos um potencial de valorização menor, o que nos motivou a reduzir a posição.

Qualicorp

Nosso investimento na Qualicorp começou em 2011, ano em que a empresa abriu seu capital. No entanto, no início de 2013, ficamos preocupados com alguns pontos de sua operação. Apesar de continuar com bons números de vendas de novos planos, a empresa vinha apresentando uma elevação da perda de clientes já existentes (*churn*) e um aumento da inadimplência.

O aumento do *churn* tornava mais difícil um crescimento expressivo da base de vidas da empresa, porque, mesmo mantendo um alto nível de vendas, a perda de clientes fazia com que as adições líquidas de vidas fossem pequenas. Além disso, em parte por falta de controles e acompanhamento da empresa, o *churn* estava resultando em uma maior inadimplência, pois o cliente, ao invés de cancelar o plano, simplesmente parava de pagar. Esse fenômeno tornava a operação da empresa muito mais custosa, porque, como administradora dos planos coletivos por adesão, a Qualicorp recebe aproximadamente 20% do valor total cobrado do cliente e o restante é repassado para a operadora do plano de saúde (Amil, Bradesco, SulAmerica, Unimed, entre outras). Assim, quando o cliente se torna inadimplente, a Qualicorp ainda é responsável por pagar a parte dos operadores pelos meses que a apólice do cliente permanece vigente (até o plano ser cancelado pela Qualicorp por falta de pagamento). Para um cliente novo, que pare de pagar logo no mês seguinte, a operação fica muito deficitária. Por um lado, esse fator se torna uma grande barreira de entrada para novos competidores, que podem amargar grandes prejuízos até conseguirem crescer a base de vidas e terem um entendimento melhor dos seus clientes. No entanto, a piora operacional que a Qualicorp vinha apresentando tornava o cenário para frente muito mais desafiador e sinalizava que a gestão da empresa precisava implementar algumas mudanças importantes na sua operação. A empresa estava

começando a mapear alguns processos para fazer os devidos ajustes, mas dadas as incertezas quanto à efetividade dessas mudanças, decidimos sair do investimento no início do 2013 e monitoramos a sua evolução com cuidado.

Ao longo do primeiro semestre do ano, a empresa começou um trabalho bastante intenso de reestruturação de processos internos, com objetivo de melhorar seus controles, cortar excessos em termos de custos e extrair ganhos com a melhoria dos processos. Esse projeto se tornou foco da diretoria e ganhou ainda mais força com a entrada na empresa de executivos com uma forte cultura de corte de custos e eficiência.

Na parte da inadimplência, a Qualicorp buscou implementar medidas para sua redução, como a negativação junto ao Serasa dos clientes em atraso e o início de um trabalho de cobrança e recuperação com clientes inadimplentes mais antigos. Além disso, a empresa começou a trabalhar melhor com sua base de informações de clientes e, ao identificar clientes como mais propensos a se tornarem inadimplentes ou cancelarem os planos, passou a adotar uma postura mais proativa de propor planos mais básicos e baratos.

A medida que essas iniciativas começaram a mostrar os primeiros resultados positivos, ganhamos a confiança necessária para voltarmos a investir na empresa no segundo semestre do ano. A melhor gestão dos processos operacionais, aliada à expansão das vendas para outras cidades além de São Paulo e Rio de Janeiro e um aumento de preços dos planos de saúde na faixa de 10-15% para esse ano, devem continuar proporcionando ganhos de margem para a empresa e uma evolução bastante favorável dos seus resultados.

Posição vendida em OGX

No início de 2013, havia no mercado opiniões extremamente divergentes em relação à OGX. No final de 2012, o Sr. Eike Batista havia concedido uma opção de venda à empresa no valor de US\$1 bilhão ao preço de R\$6,30. A iniciativa buscava transmitir um sinal de confiança do controlador nas perspectivas da empresa. No entanto, os resultados concretos de produção de Tubarão Azul, seu único campo de petróleo em operação, ainda decepcionavam. Além disso, a companhia ainda tinha a expectativa de produzir em pelo menos mais dois grandes campos, aonde seriam alocadas duas plataformas já contratadas, denominadas OSX-2 e OSX-3. As informações sobre aonde ficaria a OSX-2 eram pouco objetivas e, pouco tempo antes da conclusão da plataforma, a empresa não havia informado oficialmente sua locação. Com o passar do tempo e a continuidade dos desafios operacionais que o primeiro campo vinha enfrentando, começamos a ter dúvida sobre a sua viabilidade econômica dada a baixa produtividade do campo de Tubarão Azul e os custos envolvidos na operação. Assim, no início de 2013, enxergávamos uma grande diferença entre o preço de mercado da empresa e o valor que atribuíamos aos seus ativos. Acreditávamos haver um forte efeito de ancoragem nas expectativas do mercado na época, que se manifestava de duas formas diferentes: (i) pelo aparente desconto do preço da ação em relação ao valor dos ativos, ao se utilizar como referência as estimativas previamente divulgadas pela empresa para tamanho de reservas e produtividade dos demais campos; e (ii) ainda parecia existir um certo conformismo do mercado por achar que a ação já havia caído o suficiente em 2012, saindo dos patamares de R\$18 e terminando o ano por volta de R\$5. Após muita pesquisa e diversas conversas com a equipe da OGX, ex-funcionários da empresa, executivos de outras companhias e consultores especialistas no setor de exploração de petróleo no Brasil, enxergávamos os desafios da empresa como longe de serem triviais. Além disso, podia-se notar uma cultura disseminada em boa parte das empresas do grupo X nas divulgações de premissas otimistas e uma seqüência de decepções operacionais. Mudando a perspectiva das nossas estimativas em relação aos *guidances* e estimativas da empresa para uma referência de resultados obtidos por um conjunto de empresas globais de exploração de petróleo, ficavam mais claras as dificuldades de se atingir uma fração das metas apresentadas. Tendo em vista os problemas correntes, as decepções e incertezas que as operações já vinham mostrando, acreditávamos ter razões suficientes para montar uma posição vendida na empresa.

No segundo semestre, já estava evidente para a maior parte do mercado o fracasso da campanha de exploração e a questão principal era entender os possíveis cenários para a reestruturação da dívida da empresa, que excedia o valor estimado dos seus ativos. Analisando os cenários possíveis, acreditávamos que a posição vendida ainda possuía esperança positiva. No entanto, decidimos encerrar o investimento no segundo semestre em razão das dificuldades operacionais para se manter a posição vendida decorrentes das complicações do mercado de aluguel de suas ações e seu alto custo.

ALL Logística

A posição em ALL contribuiu negativamente para o resultado do fundo. Montamos nossa posição no início de 2013, apostando que o crescimento dos volumes transportados e o aumento do valor do frete permitiriam um crescimento expressivo do lucro, já que a empresa tem uma alavancagem financeira relevante.

Ao longo do ano, a safra brasileira de grãos apresentou um forte crescimento, mas a ALL não conseguiu aproveitar esse bom momento. Acidentes nos principais terminais portuários utilizados na operação da ALL levaram a uma redução do volume transportado a partir do segundo trimestre. Além disso, a licença de operação para o trecho Alto Araguaia - Rondonópolis demorou mais do que esperávamos, não ficando disponível para o transporte durante toda a colheita da safra de soja e durante boa parte do escoamento da safrinha de milho.

O cenário de aumento de preço do frete acima da inflação se confirmou de acordo com as nossas expectativas. Aumentos sucessivos do preço do diesel, a forte safra agrícola e a nova lei dos caminhoneiros levaram a um aumento significativo no valor do frete rodoviário que por sua vez serve de parâmetro para a fixação do preço do frete ferroviário. Apesar do aumento do preço, a decepção na parte de volumes fez com que a nossa expectativa de expansão do lucro da companhia não se realizasse.

Além disso, uma disputa com a Rumo, subsidiária da Cosan, sobre o volume transportado de açúcar levou à cobrança de multas expressivas. Em 2009, ALL e Rumo firmaram um acordo no qual a Rumo financiaria a duplicação da malha ferroviária entre Campinas e Santos e, em contrapartida, teria direito a transportar açúcar nessa malha por uma tarifa reduzida. Uma parte da obra de duplicação foi realizada, mas a falta de autorização da FUNAI para a construção de um trecho limitou significativamente o ganho de capacidade esperado, e a ALL passou a atender a Rumo abaixo do volume demandado. Sendo assim, a Rumo passou a cobrar pesadas multas da empresa. A ALL, ao julgar que o contrato estava sendo extremamente oneroso e que a Rumo estava cobrando um volume excessivo, decidiu levar a discussão para arbitragem buscando rever ou até romper o contrato entre as partes. Ao mesmo tempo, os dois lados têm conversado para resolver a questão de forma comercial e um cenário provável é uma eventual fusão das duas companhias. Essa fusão resolveria o impasse entre as duas empresas, além de possibilitar a entrada da Cosan no capital da ALL e uma maior capacidade de investimentos para nova empresa.

Para 2014, esperamos que os volumes transportados voltem a crescer significativamente. Os valores estimados para a safra agrícola desse ano continuam fortes, os problemas nos terminais já foram sanados ao longo do ano e a empresa já está operando normalmente o novo trecho Alto Araguaia - Rondonópolis. Além disso, esperamos um aumento do valor do frete acima da inflação nesse ano, novamente.

Os riscos mais relevantes que vemos para a nossa posição são: (i) os termos que serão acordados numa eventual fusão com a Rumo; (ii) riscos regulatórios associados à obrigação de investimento em trechos subutilizados; e (iii) uma eventual competição mais forte com a rota de escoamento pelo norte - BR163.

Apesar dos riscos existentes e as decepções recentes, a descrença do mercado em relação aos

ativos e a operação da empresa nos parece tão excessiva que implica na nossa visão em um potencial de valorização das ações da ALL ainda bastante elevado.

Vale

A Vale contribuiu negativamente para o desempenho do fundo em 2013, apesar do preço médio do minério de ferro ter surpreendido durante o ano. O preço médio do minério posto China foi de aproximadamente USD135/ton, 8% acima do ano anterior. Na divisão de metais básicos, começamos a ver uma melhora nos resultados, mas a rentabilidade ainda está distante da esperada para o negócio. Ao longo do ano, também recebemos bem as iniciativas de desinvestimentos e a postura focada em rentabilidade e controle de custos da atual gestão.

Além do preço do minério, outros três temas foram bastante relevantes para a empresa ao longo do ano: (i) disputa judicial relativa aos impostos sobre as subsidiárias no exterior; (ii) o debate sobre o novo código de mineração; (iii) as questões ambientais. Destes itens, o (i) foi resolvido em linha com nossas expectativas, o (ii), apesar de ter evoluído, ainda apresenta espaço para surpresas já que algumas emendas sugerem o aumento dos impostos sobre o minério de ferro, enquanto o (iii), apesar de ter evoluído durante o ano, continua sendo fonte de incertezas para a empresa e acabou impactando o volume esperado para a produção de minério para 2014.

Apesar do fato de que, em nossa leitura, os acontecimentos de 2013 tenham sido mais positivos para a empresa, as dúvidas relativas ao crescimento da economia chinesa e à saúde do seu sistema financeiro, aliadas à perspectiva de crescimento da produção australiana, continuam gerando incertezas relativas ao preço do minério de ferro no futuro e fazendo com que a Vale negocie a múltiplos de Preço/Lucro deprimidos. O *earnings yield* (inverso do múltiplo Preço/Lucro) estimado pelo mercado para 2014 está acima de 15%, o que nos aparenta ser um investimento atrativo, apesar dos riscos envolvidos.

Os casos de investimento apresentados acima servem para explicar o resultado do fundo assim como transmitir o racional de cada um deles. Ao mostrarmos nossos acertos e erros e a fundamentação de cada investimento, buscamos dar mais transparência ao nosso processo de avaliação e tomada de decisão para que nossos cotistas saibam o que esperar de nós e possam ter a confiança necessária para que a relação seja a mais duradoura possível.

O ano de 2014 se inicia com um cenário difícil para os ativos brasileiros, mas que, ao mesmo tempo, pode gerar diversas oportunidades para os investidores preparados que se mostrarem pacientes. Assim, continuamos mantendo uma exposição líquida baixa do fundo, esperando aproveitar dos momentos de correção para aumentarmos nossos investimentos em bons ativos a preços atrativos.

Estamos bastante confiantes na capacidade de nossa equipe em encontrar novas boas oportunidades de investimento, especialmente nesse ano desafiador.

Agradecemos a confiança,

Equipe de gestão.

Mais Informações RJ (21) 3804.3434 - SP (11) 3039.1201